

HAEMATO AG*4,5a,6a,7,11

KAUFEN

Kursziel: 37,55 €
(bisher: 49,00 €)

aktueller Kurs: 17,65
12.09.22 / XETRA / 17:36 Uhr
Währung: EUR

Stammdaten:

ISIN: DE000A289VV1
WKN: A289VV
Börsenkürzel: HAEK
Aktienanzahl³: 5,23
Marketcap³: 91,25
EnterpriseValue³: 60,60
³ in Mio. / in Mio. EUR
Freefloat: 24,2 %

Transparenzlevel:
Open Market
Marktsegment:
Freiverkehr
Rechnungslegung:
IFRS

Geschäftsjahr: 31.12.

Analysten:

Cosmin Filker
filker@gbc-ag.de

Marcel Goldmann
goldmann@gbc-ag.de

* Katalog möglicher Interessenskonflikte auf Seite 8

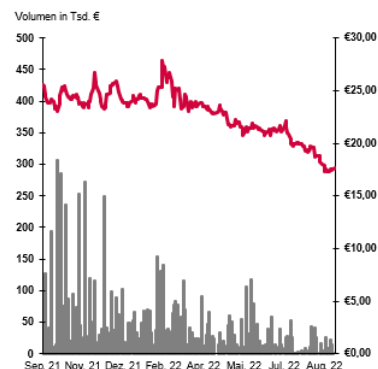
Datum (Zeitpunkt) Fertigstellung: 13.09.22 (07:10 Uhr)

Datum (Zeitpunkt) erste Weitergabe: 13.09.22 (14:30 Uhr)

Gültigkeit des Kursziels: bis max. 31.12.2023

Unternehmensprofil

Branche: Handel, Ästhetische Produkte
Fokus: Specialty Pharma; Lifestyle & Aesthetics
Mitarbeiter: 76 (30.06.2022)
Gründung: 1993
Firmensitz: Berlin
Vorstand: Patrick Brenske, Attila Strauss



Die HAEMATO AG ist ein börsennotiertes Unternehmen mit Fokus auf den Bereichen Specialty-Pharma und Lifestyle-Pharma. Die Geschäftsaktivitäten konzentrieren sich auf Wachstumsmärkte patentfreier und patentgeschützter Arzneimittel. Schwerpunkte bilden die Therapiebereiche Onkologie, HIV/AIDS, Neurologie, Herz-Kreislauf- und andere chronische Erkrankungen. Im schnell wachsenden Markt der ästhetischen Medizin fokussiert sich die HAEMATO AG auf den größten Markt für Privatzahler. Der Bedarf an preiswerten Medikamenten, die in höchster Qualität geliefert werden und jederzeit dem Anspruch an eine zuverlässige und umfassende medizinische Versorgung gerecht werden, wird mit zunehmender Lebenserwartung der Bevölkerung in den kommenden Jahren weiter steigen. Mit dem Produktportfolio von patentfreien und patentgeschützten Medikamenten wird die Optimierung einer effizienten Arzneimittelversorgung und dadurch die Kostensenkung für Krankenkassen und somit auch für Patienten angestrebt.

GuV in Mio. EUR	31.12.2021	31.12.2022e	31.12.2023e	31.12.2024e
Umsatz	285,04	243,86	269,23	285,63
EBITDA	12,64	10,26	11,92	14,94
EBIT	11,16	8,86	10,57	13,62
Jahresüberschuss	6,53	5,00	7,74	9,99

Kennzahlen in EUR

Gewinn je Aktie	1,25	0,96	1,48	1,91
Dividende je Aktie	1,10	1,10	1,40	1,80

Kennzahlen

EV/Umsatz	0,22	0,25	0,23	0,22
EV/EBITDA	4,88	6,01	5,17	4,13
EV/EBIT	5,52	6,96	5,83	4,53
KGV	14,13	18,46	11,93	9,24
KBV	0,64			

Finanztermine

17.11.2021: Q3-Zahlen 2022

**letzter Research von GBC:

Datum: Veröffentlichung / Kursziel in EUR / Rating

02.06.2022: RS / 49,00 / KAUFEN

05.04.2022: RS / 47,50 / KAUFEN

28.01.2022: RS / 50,10 / KAUFEN

08.09.2021: RS / 50,10 / KAUFEN

** oben aufgeführte Researchstudien können unter www.gbc-ag.de eingesehen bzw. bei der GBC AG, Halderstr. 27, D86150 Augsburg angefordert werden

Hinweis gemäß MiFID II Regulierung für Research „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“: Vorliegendes Research erfüllt die Voraussetzungen für die Einstufung als „Geringfügige Nichtmonetäre-Zuwendung“. Nähere Informationen hierzu in der Offenlegung unter „I. Research unter MiFID II“

1.HJ 2022: Durch Wegfall der Umsätze mit Corona-Schnelltests erwartungsgemäß rückläufige Umsatz- und Ergebnisentwicklung, Ergebnisprognose bestätigt, Kursziel nach Anhebung risikolosen Zinssatzes auf 37,55 € (bisher: 49,00 €) reduziert; Rating: KAUFEN

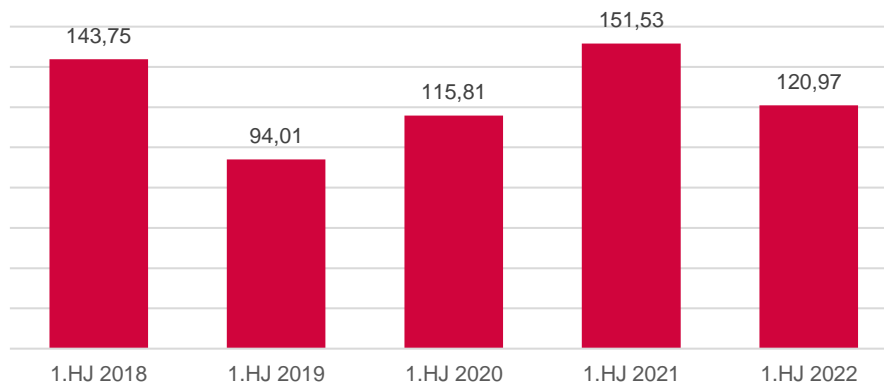
in Mio. €	1.HJ 2019	1.HJ 2020	1.HJ 2021	1.HJ 2022
Umsatzerlöse	94,01	115,81	151,53	120,97
EBITDA (<i>EBITDA-Marge</i>)	1,69 (1,8%)	2,07 (1,8%)	7,99 (5,3%)	5,06 (4,2%)
EBIT (<i>EBIT-Marge</i>)	0,71 (0,8%)	1,23 (1,1%)	7,23 (4,8%)	4,49 (3,6%)
Periodenüberschuss nach Minderheiten	-2,10	-2,82	7,04	0,86

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Geschäftsentwicklung 1.HJ 2022

Wie erwartet, weist die HAEMATO AG im ersten Halbjahr 2022 mit einem Rückgang der Umsatzerlöse um 20,2 % auf 120,97 Mio. € (VJ: 151,53 Mio. €) eine insgesamt rückläufige Geschäftsentwicklung auf. Hauptverantwortlich dafür ist der Wegfall der Umsätze aus dem Vertrieb von Covid-19-Laientests, die insbesondere im ersten Halbjahr 2021 zu einer außerordentlichen Umsatzsteigerung geführt hatten. Aufgrund des Überangebotes am Markt hatte das HAEMATO-Management Mitte des vergangenen Geschäftsjahres den Vertrieb von Antigen-Schnelltests aufgegeben. Nach Unternehmensangaben wurden damit in der Vorjahresperiode Umsatzerlöse in Höhe von rund 25 Mio. € erwirtschaftet, womit in der bereinigten Darstellung lediglich ein Umsatzrückgang in Höhe von 4,4 % verbleibt.

Umsatzerlöse auf Halbjahresbasis (in Mio. €)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

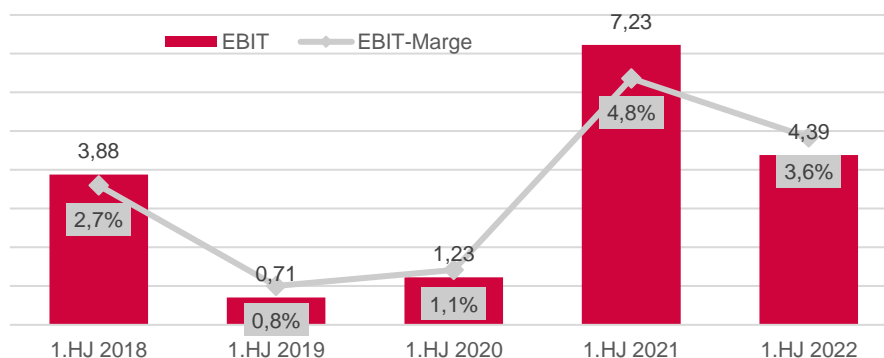
Der bereinigte Umsatzrückgang in Höhe von 4,4 % dürfte in erster Linie auf die Fortsetzung der Portfolibereinigung der Produkte des Segments „Specialty Pharma“ zurückzuführen sein. In diesem Segment, in dem der versicherungsregulierte Markt, also in erster Linie das Großhandelsgeschäft mit Parallelimporten und Generika abgedeckt wird, findet eine sukzessive Bereinigung der margenschwächeren Produkte statt. Bemerkbar macht sich dies in einer Steigerung der Rohmarge, welches in diesem Geschäftsbereich mit 6,1 % bereits deutlich über den 4,0 % liegt, die im Gesamtjahres 2021 erreicht wurden.

Im zweiten Segment Lifestyle & Aesthetics, welches mit der zum 01.01.2021 erfolgten erstmaligen Konsolidierung der erworbenen M1 Aesthetics GmbH neu hinzugekommen ist, werden alle Umsätze des Selbstzahlermarktes sowie die Produkte der ästhetischen Medizin, die über Krankenkassen abgerechnet werden, subsummiert. Bei Umsatzerlösen in Höhe von 23,87 Mio. € beläuft sich die Rohmarge in diesem Segment bei 26,1 %. Da der Wegfall der margenstarken Umsätze mit Corona-Tests dieses Segment betroffen

hatte, liegt die Rohmarge unterhalb des im vergangenen Geschäftsjahres 2021 erreichten Wertes von 33,7 %.

Der Ergebnisrückgang im Zusammenhang mit dem Wegfall der Corona-Selbsttests hatte in Summe zu einem Rückgang des EBIT auf 4,39 Mio. € (VJ: 7,23 Mio. €) geführt. Dass aber die HAEMATO AG mit dem Erwerb der M1 Aesthetics GmbH und der Konzentration auf margenstärkere Produkte im Specialty Pharma-Bereich ein spürbar höheres Rentabilitätsniveau aufweist, wird anhand des Vergleiches mit den vorhergehenden Halbjahren ersichtlich. Im ersten Halbjahr 2020 wurden mit einem EBIT in Höhe von 1,23 Mio. € und einer EBIT-Marge in Höhe von 1,1 % deutlich niedrigere Werte erreicht.

EBIT (in Mio. €) und EBIT-Marge (in %)



Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Das Nachsteuerergebnis in Höhe von 0,86 Mio. € (VJ: 7,04 Mio. €) war zusätzlich von Abschreibungen auf gehaltene Wertpapiere in Höhe von 2,45 Mio. € (VJ: Zuschreibungen in Höhe von 1,56 Mio. €) negativ belastet.

Vermögenslage zum 30.06.2022

in Mio. €	31.12.2019	31.12.2020	31.12.2021	30.06.2022
Eigenkapital (EK-Quote)	72,22 (56,2%)	125,48 (74,2%)	144,73 (79,5%)	145,59 (84,6%)
Anlagevermögen	40,42	40,08	92,89	92,70
Liquide Mittel	2,10	7,54	25,61	16,05
Cashflow - operativ	-2,76	14,67	14,05	9,49
Cashflow - Investition	-0,70	-0,84	-0,17	-8,07
Cashflow - Finanzierung	0,05	-4,49	7,16	-10,98

Quelle: HAEMATO AG; GBC AG

Zum 31.12.2021 hatte die HAEMATO AG mit der erstmaligen Konsolidierung der M1 Aesthetics GmbH ein deutlich verändertes Bild der Vermögens- und Finanzlage gezeigt. Zum 30.06.2022 liegen hierzu keine wesentlichen Veränderungen vor. Das Eigenkapital erhöhte sich infolge des leicht positiven Periodenergebnisses auf 145,59 Mio. € (31.12.21: 144,73 Mio. €) und die EK-Quote verbesserte sich bei einer niedrigeren Bilanzsumme auf 84,6 % (31.12.21: 79,5 %). Nach dem Bilanzstichtag dürfte es hier mit der Dividendenzahlung in Höhe von 5,75 Mio. € zu einer Minderung des Eigenkapitals und der liquiden Mittel gekommen sein.

Ausgehend vom hohen Liquiditätsbestand in Höhe von 16,05 Mio. € (31.12.21: 25,61 Mio. €) liegt auch nach Dividendenzahlung ein ausreichender Liquiditätspuffer vor. Zumal die HAEMATO AG nur in sehr geringem Umfang (4,32 Mio. €) auf Bankverbindlichkeiten zurückgreift und auf der Aktivseite über einen umfangreichen Bestand an kurzfristig veräußerbaren Wertpapieren in Höhe von insgesamt 19,40 Mio. € verfügt.

Prognose und Bewertung

GuV (in Mio. €)	GJ 22e (alt)	GJ 22e (neu)	GJ 23e (alt)	GJ 23e (neu)	GJ 24e (alt)	GJ 24e (neu)
Umsatzerlöse	264,36	243,86	312,92	269,23	336,58	285,63
EBIT	8,88	8,86	13,18	10,57	15,91	13,62
EBIT-Marge	3,4%	3,6%	4,2%	3,9%	4,7%	4,8%
Nachsteuerergebnis	6,51	5,00	9,69	7,74	11,71	9,99
EPS in €	1,25	0,96	1,85	1,48	2,24	1,91

Quelle: GBC AG

Mit Veröffentlichung des Halbjahresberichtes hat das Management der HAEMATO AG die im Geschäftsbericht 2021 publizierte Guidance bestätigt. Zumindest auf EBIT-Ebene geht der Vorstand davon aus, unverändert eine Bandbreite von 8 bis 10 Mio. € erreichen zu können. Die Umsatz-Guidance, die im Geschäftsbericht 2021 in einer Bandbreite von 250 bis 280 Mio. € in Aussicht gestellt war, wurde im aktuellen Halbjahresbericht nicht mehr konkret erwähnt.

Die Entwicklung des ersten Halbjahres 2022 lässt sich folgendermaßen zusammenfassen: auch wenn wir eine rückläufige Umsatzentwicklung erwartet hatten, die Umsatzerlöse lagen etwas unterhalb unserer Erwartungen, auf Ebene des EBITDA und des EBIT wurden jedoch unsere Erwartungen erfüllt. Insbesondere der hohe Rohertrag des Segments Speciality Pharma sowie die allgemein niedrigen operativen Kosten hatten die Ergebnismargen stärker als erwartet ansteigen lassen. Um dieser Entwicklung Rechnung zu tragen, reduzieren wir unsere Umsatzprognose für das laufende Geschäftsjahr 2022 auf 243,86 Mio. € (VJ: 264,36 Mio. €) lassen jedoch unsere operativen Ergebnisschätzungen nahezu unverändert, was eine Verbesserung der Ergebnismargen impliziert. Mit Berücksichtigung der höheren Abschreibungen auf Finanzanlagen reduzieren wir unsere Nachsteuerergebnisschätzung auf 5,00 Mio. € (GBC-Schätzung bisher: 6,51 Mio. €).

Ausgehend vom niedrigeren Umsatzniveau passen wir auch unsere Prognosen für die kommenden Geschäftsjahre an. Dabei berücksichtigen wir die weitere Eintrübung des Konsumklimas in Deutschland, welche sich insbesondere auf den Selbstzahlerbereich „Lifestyle & Aesthetics“ negativ auswirken könnte. Darüber hinaus liegt mit dem GKV-Finanzstabilisierungsgesetz ein neuer Gesetzesentwurf zur Stabilisierung der Finanzlage der gesetzlichen Krankenkassen vor. Ein Bestandteil dieses Gesetzes ist die ab 2023 vorgesehene Anhebung der Rabattierung für patentengeschützte Arzneimittel um 5,0 %, was sich auf den Bereich „Specialty Pharma“ ebenfalls negativ auswirken könnte.

Trotz der Reduktion unserer Umsatzprognosen für die Geschäftsjahre 2023 und 2024 unterstellen wir, dass die Gesellschaft in der Lage sein wird, das höhere Rentabilitätsniveau stärker als erwartet ansteigen zu lassen. Hier haben wir das stärkere Wachstum des margenstarken „Lifestyle & Aesthetics“-Segments berücksichtigt, welches im strategischen Fokus der Gesellschaft ist. Zudem hat die Portfoliobereinigung im „Specialty Pharma“-Segment schneller als erwartet „Früchte getragen“.

Noch nicht in den Prognosen sind die zusätzlichen Umsätze aus dem geplanten Vertrieb von Botulinumtoxin (Botox)-Produkten enthalten. Diesbezüglich wurde mit der südkoreanischen Huons BioPharma ein exklusiver Liefer- und Lizenzvertrag zur Lieferung von Botox-Produkten abgeschlossen. Nach einem europäischen Zulassungsverfahren dürfte die Gesellschaft von der großen Botox-Nachfrage profitieren. Mit der Belieferung der größten Abnehmer in Deutschland könnte, bei einer Beibehaltung der Preisstrategie, ein hoher Marktanteil des volumenstarken Botox-Marktes gesichert werden. Mit der Zulassung ist ab den Geschäftsjahren 2024 oder 2025 zu rechnen.

Bewertung

Modellannahmen

Die HAEMATO AG wurde von uns mittels eines dreistufigen DCF-Modells bewertet. Angefangen mit den konkreten Schätzungen für die Jahre 2022 - 2024 in Phase 1 erfolgt von 2025 bis 2029 in der zweiten Phase die Prognose über den Ansatz von Werttreibern. Dabei erwarten wir Steigerungen beim Umsatz von 7,5 %. Als Ziel EBITDA-Marge haben wir 5,5 % angenommen. Die Steuerquote haben wir mit 25,0 % in Phase 2 berücksichtigt. In der dritten Phase wird zudem nach Ende des Prognosehorizonts ein Restwert mittels der ewigen Rente bestimmt. Im Endwert unterstellen wir eine Wachstumsrate von 3,0 %.

Bestimmung der Kapitalkosten

Die gewogenen Kapitalkosten (WACC) der HAEMATO AG werden aus den Eigenkapitalkosten und den Fremdkapitalkosten kalkuliert. Für die Ermittlung der Eigenkapitalkosten sind die faire Marktprämie, das gesellschaftsspezifische Beta sowie der risikolose Zinssatz zu ermitteln.

Der risikolose Zinssatz wird gemäß den Empfehlungen des Fachausschusses für Unternehmensbewertungen und Betriebswirtschaft (FAUB) des IDW aus aktuellen Zinsstrukturkurven für risikolose Anleihen abgeleitet. Grundlage dafür bilden die von der Deutschen Bundesbank veröffentlichten Zerobond-Zinssätze nach der Svensson-Methode. **Der aktuell verwendete Wert des risikolosen Zinssatzes beträgt 1,25 % (bisher: 0,40 %).**

Als angemessene Erwartung einer Marktprämie setzen wir die historische Marktprämie von 5,50 % an. Diese wird von historischen Analysen der Aktienmarktrenditen gestützt. Die Marktprämie gibt wieder, um wie viel Prozent der Aktienmarkt erwartungsgemäß besser rentiert als die risikoarmen Staatsanleihen.

Gemäß der GBC-Schätzmethode bestimmt sich aktuell ein Beta von 1,54 (bisher: 1,54).

Unter Verwendung der getroffenen Prämissen kalkulieren sich Eigenkapitalkosten von 9,74 % (bisher: 8,89 %) (Beta multipliziert mit Risikoprämie plus risikolosen Zinssatz). Da wir eine nachhaltige Gewichtung der Eigenkapitalkosten von 85 % (bisher: 85 %) unterstellen, ergeben sich gewogene Kapitalkosten (WACC) von 9,01 % (bisher: 8,28 %).

Bewertungsergebnis

Im Rahmen unseres DCF-Bewertungsmodells haben wir ein neues Kursziel in Höhe von 37,55 € (bisher: 49,00 €) ermittelt. Die Kurszielreduktion ist dabei sowohl auf die Anhebung des risikolosen Zinssatzes und damit des Diskontierungssatzes als auch auf die von uns vorgenommene Prognosereduktion zurückzuführen. Wir vergeben weiterhin das Rating KAUFEN.

DCF-Modell

HAEMATO AG - Discounted Cashflow (DCF) Betrachtung

Werttreiber des DCF - Modells nach der estimate Phase:

consistency - Phase		final - Phase	
Umsatzwachstum	7,5%	ewiges Umsatzwachstum	3,0%
EBITDA-Marge	5,5%	ewige EBITA - Marge	5,2%
AFA zu operativen Anlagevermögen	1,4%	effektive Steuerquote im Endwert	25,0%
Working Capital zu Umsatz	10,0%		

dreistufiges DCF - Modell:

Phase	estimate			consistency					final Endwert
	GJ 22e	GJ 23e	GJ 24e	GJ 25e	GJ 26e	GJ 27e	GJ 28e	GJ 29e	
in Mio. EUR									
Umsatz (US)	243,86	269,23	285,63	307,05	330,08	354,83	381,45	410,05	
US Veränderung	-14,4%	10,4%	6,1%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	7,5%	3,0%
US zu operativen Anlagevermögen	2,63	2,88	3,04	3,28	3,54	3,82	4,12	4,44	
EBITDA	10,26	11,92	14,94	16,89	18,15	19,52	20,98	22,55	
EBITDA-Marge	4,2%	4,4%	5,2%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	5,5%	
EBITA	8,86	10,57	13,62	15,57	16,84	18,20	19,67	21,25	
EBITA-Marge	3,6%	3,9%	4,8%	5,1%	5,1%	5,1%	5,2%	5,2%	5,2%
Steuern auf EBITA	-2,21	-2,64	-3,41	-3,89	-4,21	-4,55	-4,92	-5,31	
zu EBITA	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%	25,0%
EBI (NOPLAT)	6,64	7,93	10,22	11,68	12,63	13,65	14,75	15,94	
Kapitalrendite	5,6%	6,6%	8,2%	9,1%	9,8%	10,6%	11,4%	12,2%	12,5%
Working Capital (WC)	28,00	31,00	34,00	35,00	36,00	37,00	38,00	39,00	
WC zu Umsatz	11,5%	11,5%	11,9%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Operatives Anlagevermögen (OAV)	92,69	93,34	93,82	93,50	93,18	92,87	92,56	92,26	
AFA auf OAV	-1,40	-1,35	-1,32	-1,32	-1,32	-1,31	-1,31	-1,30	
AFA zu OAV	1,5%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	1,4%	
Investitionen in OAV	-1,20	-2,00	-1,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investiertes Kapital	120,69	124,34	127,82	128,50	129,18	129,87	130,56	131,26	
EBITDA	10,26	11,92	14,94	16,89	18,15	19,52	20,98	22,55	
Steuern auf EBITA	-2,21	-2,64	-3,41	-3,89	-4,21	-4,55	-4,92	-5,31	
Investitionen gesamt	-2,42	-5,00	-4,80	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	-2,00	
Investitionen in OAV	-1,20	-2,00	-1,80	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in WC	-1,22	-3,00	-3,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	-1,00	
Investitionen in Goodwill	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	
Freie Cashflows	5,62	4,28	6,74	11,00	11,94	12,96	14,06	15,24	207,74

Wert operatives Geschäft (Stichtag)	165,27	175,88
Barwert expliziter FCFs	51,68	52,06
Barwert des Continuing Value	113,59	123,82
Nettoschulden (Net debt)	-22,19	-20,46
Wert des Eigenkapitals	187,46	196,34
Fremde Gewinnanteile	0,00	0,00
Wert des Aktienkapitals	187,46	196,34
Ausstehende Aktien in Mio.	5,23	5,23
Fairer Wert der Aktie in EUR	35,85	37,55

Kapitalkostenermittlung:

risikolose Rendite	1,3%
Marktrisikoprämie	5,5%
Beta	1,54
Eigenkapitalkosten	9,7%
Zielgewichtung	85,0%
Fremdkapitalkosten	6,5%
Zielgewichtung	15,0%
Taxshield	25,0%

WACC **9,0%**

Kapitalrendite	WACC				
	8,0%	8,5%	9,0%	9,5%	10,0%
11,5%	40,74	37,63	35,06	32,90	31,07
12,0%	42,31	39,02	36,30	34,02	32,08
12,5%	43,89	40,42	37,55	35,14	33,09
13,0%	45,47	41,82	38,79	36,26	34,10
13,5%	47,05	43,21	40,04	37,37	35,11

ANHANG

I.

Research unter MiFID II

1. Es besteht ein Vertrag zwischen dem Researchunternehmen GBC AG und der Emittentin hinsichtlich der unabhängigen Erstellung und Veröffentlichung dieses Research Reports über die Emittentin. Die GBC AG wird hierfür durch die Emittentin vergütet.
2. Der Research Report wird allen daran interessierten Wertpapierdienstleistungsunternehmen zeitgleich bereitgestellt.

II.

§1 Disclaimer/ Haftungsausschluss

Dieses Dokument dient ausschließlich zu Informationszwecken. Alle Daten und Informationen aus dieser Studie stammen aus Quellen, welche GBC für zuverlässig hält. Darüber hinaus haben die Verfasser die größtmögliche Sorgfalt verwandt, sicherzustellen, dass die verwendeten Fakten und dargestellten Meinungen angemessen und zutreffend sind. Trotz allem kann keine Gewähr oder Haftung für deren Richtigkeit übernommen werden – und zwar weder ausdrücklich noch stillschweigend. Darüber hinaus können alle Informationen unvollständig oder zusammengefasst sein. Weder GBC noch die einzelnen Verfasser übernehmen eine Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung dieses Dokuments oder seines Inhalts oder auf andere Weise in diesem Zusammenhang entstehen.

Weiter weisen wir darauf hin, dass dieses Dokument weder eine Einladung zur Zeichnung noch zum Kauf irgendeines Wertpapiers darstellt und nicht in diesem Sinne auszulegen ist. Auch darf es oder ein Teil davon nicht als Grundlage für einen verbindlichen Vertrag, welcher Art auch immer, dienen oder in diesem Zusammenhang als verlässliche Quelle herangezogen werden. Eine Entscheidung im Zusammenhang mit einem voraussichtlichen Verkaufsangebot für Wertpapiere des oder der in dieser Publikation besprochenen Unternehmen sollte ausschließlich auf der Grundlage von Informationen in Prospekten oder Angebotsschreiben getroffen werden, die in Zusammenhang mit einem solchen Angebot herausgegeben werden.

GBC übernimmt keine Garantie dafür, dass die angedeutete Rendite oder die genannten Kursziele erreicht werden. Veränderungen in den relevanten Annahmen, auf denen dieses Dokument beruht, können einen materiellen Einfluss auf die angestrebten Renditen haben. Das Einkommen aus Investitionen unterliegt Schwankungen. Anlageentscheidungen bedürfen stets der Beratung durch einen Anlageberater. Somit kann das vorliegende Dokument keine Beratungsfunktion übernehmen.

Vertrieb außerhalb der Bundesrepublik Deutschland:

Diese Publikation darf, sofern sie im UK vertrieben wird, nur solchen Personen zugänglich gemacht werden, die im Sinne des Financial Services Act 1986 als ermächtigt oder befreit gelten, oder Personen gemäß Definition § 9 (3) des Financial Services Act 1986 (Investment Advertisement) (Exemptions) Erlass 1988 (in geänderter Fassung), und darf an andere Personen oder Personengruppen weder direkt noch indirekt übermittelt werden.

Weder dieses Dokument noch eine Kopie davon darf in die Vereinigten Staaten von Amerika oder in deren Territorien oder Besitzungen gebracht, übertragen oder verteilt werden. Die Verteilung dieses Dokuments in Kanada, Japan oder anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkung zu beachten, kann eine Verletzung der US-amerikanischen, kanadischen oder japanischen Wertpapiergesetze oder der Gesetze einer anderen Gerichtsbarkeit darstellen.

Durch die Annahme dieses Dokuments akzeptieren Sie jeglichen Haftungsausschluss und die vorgenannten Beschränkungen.

Die Hinweise zum Disclaimer/Haftungsausschluss finden Sie zudem unter:

<http://www.gbc-ag.de/de/Disclaimer>

Rechtshinweise und Veröffentlichungen gemäß § 85 WpHG und FinAnV

Die Hinweise finden Sie zudem im Internet unter folgender Adresse:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (I) Aktualisierung:

Eine konkrete Aktualisierung der vorliegenden Analyse(n) zu einem festen Zeitpunkt ist aktuell terminlich noch nicht festgelegt. GBC AG behält sich vor, eine Aktualisierung der Analyse unangekündigt vorzunehmen.

§ 2 (II) Empfehlung/ Einstufungen/ Rating:

Die GBC AG verwendet seit 1.7.2006 ein 3-stufiges absolutes Aktien-Ratingsystem. Seit dem 1.7.2007 beziehen sich die Ratings dabei auf einen Zeithorizont von mindestens 6 bis zu maximal 18 Monaten. Zuvor bezogen sich die Ratings auf einen Zeithorizont von bis zu 12 Monaten. Bei Veröffentlichung der Analyse werden die Anlageempfehlungen gemäß der unten beschriebenen Einstufungen unter Bezug auf die erwartete Rendite festgestellt. Vorübergehende Kursabweichungen außerhalb dieser Bereiche führen nicht automatisch zu einer Änderung der Einstufung, geben allerdings Anlass zur Überarbeitung der originären Empfehlung.

Die jeweiligen Empfehlungen/ Einstufungen/ Ratings sind mit folgenden Erwartungen verbunden:

KAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\geq + 10 \%$.
HALTEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt dabei $> - 10 \%$ und $< + 10 \%$.
VERKAUFEN	Die erwartete Rendite, ausgehend vom ermittelten Kursziel, inkl. Dividendenzahlung innerhalb des entsprechenden Zeithorizonts beträgt $\leq - 10 \%$.

Kursziele der GBC AG werden anhand des fairen Wertes je Aktie, welcher auf Grundlage allgemein anerkannter und weit verbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse, wie etwa dem DCF-Verfahren, dem Peer-Group-Vergleich und/ oder dem Sum-of-the-Parts Verfahren, ermittelt wird, festgestellt. Dies erfolgt unter Einbezug fundamentaler Faktoren wie z.B. Aktiensplits, Kapitalherabsetzungen, Kapitalerhöhungen M&A-Aktivitäten, Aktienrückkäufe, etc.

§ 2 (III) Historische Empfehlungen:

Die historischen Empfehlungen von GBC zu der/den vorliegenden Analyse(n) sind im Internet unter folgender Adresse einsehbar:

<http://www.gbc-ag.de/de/Offenlegung>

§ 2 (IV) Informationsbasis:

Für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) wurden öffentlich zugängliche Informationen über den/die Emittenten, (soweit vorhanden, die drei zuletzt veröffentlichten Geschäfts- und Quartalsberichte, Ad-hoc-Mitteilungen, Pressemitteilungen, Wertpapierprospekt, Unternehmenspräsentationen etc.) verwendet, die GBC als zuverlässig einschätzt. Des Weiteren wurden zur Erstellung der vorliegenden Analyse(n) Gespräche mit dem Management des/der betreffenden Unternehmen geführt, um sich die Sachverhalte zur Geschäftsentwicklung näher erläutern zu lassen.

§ 2 (V) 1. Interessenskonflikte nach § 85 WpHG und Art. 20 MAR:

Die GBC AG sowie der verantwortliche Analyst erklären hiermit, dass folgende möglichen Interessenskonflikte, für das/ die in der Analyse genannte(n) Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung bestehen und kommen somit den Verpflichtungen des § 85 WpHG und Art. 20 MAR nach. Eine exakte Erläuterung der möglichen Interessenskonflikte ist im Weiteren im Katalog möglicher Interessenskonflikte unter § 2 (V) 2. aufgeführt.

Bezüglich der in der Analyse besprochenen Wertpapiere oder Finanzinstrumente besteht folgender möglicher Interessenskonflikt: (4,5a,6a,7,11)

§ 2 (V) 2. Katalog möglicher Interessenskonflikte:

- (1) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem analysierten Unternehmen oder analysierten Finanzinstrument oder Finanzprodukt.
- (2) Dieses Unternehmen hält mehr als 3% der Anteile an der GBC AG oder einer mit ihr verbundenen juristischen Person.
- (3) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person ist Market Maker oder Designated Sponsor in den Finanzinstrumenten dieses Unternehmens.
- (4) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person war in den vorangegangenen 12 Monaten bei der öffentlichen Emission von Finanzinstrumenten dieses Unternehmens betreffend, federführend oder mitführend beteiligt.
- (5) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit diesem Unternehmen oder Emittenten des analysierten Finanzinstruments getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Emittent der Entwurf der Finanzanalyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (5) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Unternehmens bzw. Emittenten
- (6) a) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erstellung von Researchberichten gegen Entgelt mit einem Dritten über dieses Unternehmen oder Finanzinstrument getroffen. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurde dem Dritten und/oder und/oder Unternehmen und/oder Emittenten des Finanzinstruments der Entwurf der Analyse (ohne Bewertungsteil) vor Veröffentlichung zugänglich gemacht.
- (6) b) Es erfolgte eine Änderung des Entwurfs der Finanzanalyse auf Basis berechtigter Hinweise des Dritten und/oder Emittent
- (7) Der zuständige Analyst, der Chefanalyst, der stellvertretende Chefanalyst und oder eine sonstige an der Studiererstellung beteiligte Person hält zum Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile oder sonstige Finanzinstrumente an diesem Unternehmen.
- (8) Der zuständige Analyst dieses Unternehmens ist Mitglied des dortigen Vorstands oder des Aufsichtsrats.
- (9) Der zuständige Analyst hat vor dem Zeitpunkt der Veröffentlichung Anteile an dem von ihm analysierten Unternehmen vor der öffentlichen Emission erhalten bzw. erworben.

(10) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat in den vorangegangenen 12 Monaten eine Vereinbarung über die Erbringung von Beratungsleistungen mit dem analysierten Unternehmen geschlossen.

(11) GBC AG oder eine mit ihr verbundene juristische Person hat bedeutende finanzielle Interessen an dem analysierten Unternehmen, wie z.B. die Gewinnung und/oder Ausübung von Mandaten beim analysierten Unternehmen bzw. die Gewinnung und/oder Erbringung von Dienstleistungen für das analysierte Unternehmen (z.B. Präsentation auf Konferenzen, Roundtables, Roadshows etc.)

(12) Das analysierte Unternehmen befindet sich zum Zeitpunkt der Finanzanalyse in einem, von der GBC AG oder mit ihr verbundenen juristischen Person, betreuten oder beratenen Finanzinstrument oder Finanzprodukt (wie z.B. Zertifikat, Fonds etc.)

§ 2 (V) 3. Compliance:

GBC hat intern regulative Vorkehrungen getroffen, um möglichen Interessenskonflikten vorzubeugen bzw. diese, sofern vorhanden, offenzulegen. Verantwortlich für die Einhaltung der Regularien ist dabei der derzeitige Compliance Officer, Kristina Bauer, Email: bauer@gbc-ag.de

§ 2 (VI) Verantwortlich für die Erstellung:

Verantwortliches Unternehmen für die Erstellung der vorliegenden Analyse(n) ist die GBC AG mit Sitz in Augsburg, welche als Researchinstitut bei der zuständigen Aufsichtsbehörde (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt) gemeldet ist.

Die GBC AG wird derzeit vertreten durch Ihre Vorstände Manuel Hölzle (Vorsitz) und Jörg Grunwald.

Die für diese Analyse verantwortlichen Analysten sind:

Cosmin Filker, Dipl. Betriebswirt (FH), Stellv. Chefanalyst

Marcel Goldmann, M.Sc., Finanzanalyst

Sonstige an dieser Studie beteiligte Person:

Manuel Hölzle, Dipl. Kaufmann, Chefanalyst

§ 3 Urheberrechte

Dieses Dokument ist urheberrechtlich geschützt. Es wird Ihnen ausschließlich zu Ihrer Information zur Verfügung gestellt und darf nicht reproduziert oder an irgendeine andere Person verteilt werden. Eine Verwendung dieses Dokuments außerhalb den Grenzen des Urhebergesetzes erfordert grundsätzlich die Zustimmung der GBC bzw. des entsprechenden Unternehmens, sofern es zu einer Übertragung von Nutzungs- und Veröffentlichungsrechten gekommen ist.

GBC AG

Halderstraße 27

D 86150 Augsburg

Tel.: 0821/24 11 33-0

Fax.: 0821/24 11 33-30

Internet: <http://www.gbc-ag.de>

E-Mail: compliance@gbc-ag.de